



Impact de la syndication sur la performance des entreprises financées par capital-investissement et sur la richesse des parties prenantes

Amina Hamdouni

► To cite this version:

Amina Hamdouni. Impact de la syndication sur la performance des entreprises financées par capital-investissement et sur la richesse des parties prenantes. Comptabilités, économie et société, May 2011, Montpellier, France. pp.cd-rom. hal-00650456

HAL Id: hal-00650456

<https://hal.science/hal-00650456>

Submitted on 10 Dec 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Impact de la syndication sur la performance des entreprises financées par capital-investissement et sur la richesse des parties prenantes

Amina Hamdouni

Department of Finance and Investment,
College of Economics and Administrative Sciences,
Al-Imam Muhammad Ibn Saud Islamic University,
Riyadh, Saudi Arabia
aminahamdouni@yahoo.fr
+966547228326

Résumé : Dans cette étude, on montre l'importance de la syndication en tant que mécanisme de gouvernance spécifique au capital-investissement. A travers ce mécanisme, les capitaux-investisseurs exercent un contrôle lors de leur prise de participation. A partir d'un échantillon composé de 106 entreprises financées par capital-investissement et introduites en bourse durant la période 2000 jusqu'à mars 2009, nous étudions l'impact de l'implication du capital-investissement dans le gouvernement d'entreprise et plus précisément l'impact de la syndication sur la performance et sur la richesse des parties prenantes. La validation empirique montre que la syndication n'a pas un impact sur la performance et sur la richesse des parties prenantes.

Mots clefs : Capital-investissement, Gouvernance, Syndication, Performance, Richesse des parties prenantes.

Abstract: In this study, we show the importance of the syndication as a specific mechanism of governance. Through this mechanism, private equity takes an active role in the development of the investee firm and has a disciplinary role. By syndication, venture capitalists have direct control. The sample covers the period 2000–March 2009 and consists of 106 VC backed IPOs. We study the impact of VC backing on corporate governance and more precisely the impact of syndication on performance and stakeholders' wealth. The empirical validation shows that syndication hasn't an influence on performance and on VC' wealth.

Key words: Venture capital, Corporate governance, syndication, performance, stakeholders' wealth.

1 Introduction

Le capital-investissement finance des entreprises à fort potentiel de croissance. Il fournit également son expérience et ses compétences afin d'exploiter ces opportunités de croissance. Le capital-investissement est généralement considéré comme le mode de financement des projets à haut risque (Gupta et al. (2003)). Il est associé avec le financement des firmes hautement technologiques (Sagari et Guidotti (1991)) qui assument un risque élevé et qui sont incapables d'offrir des garanties afin de sécuriser le capital. Le capital-investissement est donc décrit comme un financement sans garantie et risqué. Gupta et al. (2003) ont identifié neuf catégories facteurs de risque que le capital-investisseur fait face. Ce dernier doit élaborer des stratégies variées afin de bien gérer ces risques multiples et ces niveaux élevés d'incertitude. Une décision stratégique importante auquel le capital-investisseur fait face est la syndication. Cette dernière est une pratique de la coopération¹ des capitaux-investisseurs entre eux qui permet de diminuer les coûts de sélection.

Wilson (1968) a défini la syndication comme "un groupe d'individus qui doivent prendre une décision commune sous incertitude et le résultat du gain ou du rendement sera partagé concurremment parmi eux". Dans le contexte du capital-investissement, les capitaux-investisseurs s'organisent en groupes pour prendre une décision d'investissement.

Bygrave (1989) et Lerner (1994) ont reconnu l'existence d'une relation de syndication quand au moins deux capitaux-investisseurs ont investi dans la même entreprise et dans le même rond du financement. La syndication réfère donc à un co-investissement organisé par au moins deux sociétés de capital-investissement dans la même entreprise et au même temps. Et plus généralement, la syndication implique qu'un projet d'investissement peut être financé par deux fonds de capital-investissement ou plus et chaque fond de capital-investissement tient une participation dans l'investissement pour un effort commun que ce soit dans un même tour de financement ou à des différents moments du cycle de financement du projet.

Malgré l'importance de la syndication dans l'activité du capital-investissement, peu d'études explorent les motifs de la syndication (Lerner (1994), Lockett et Wright (2001), Manigart et al. (2005)). Egalement, ces motifs peuvent changer d'un capital-investisseur à un autre et dépend de la stratégie de chacun.

La syndication est basée sur le désir de *partager* et de *réduire* le risque (Lockett et Wright (2001)). Inclure dans le financement un autre capital-investisseur permet le partage de risque lié à un investissement. Par contre, la réduction du risque associé à un investissement pour le capital-investisseur se fait par le moyen de partage d'information afin de mieux sélectionner et manager leurs projets d'investissements. Cependant, les capitaux-investisseurs peuvent se syndiquer pour d'autres raisons.

Les recherches empiriques sur les motifs de la syndication ont identifié six groupes majeurs de motifs pour lesquels les capitaux-investisseurs choisissent de co-investir. La syndication est expliquée par le besoin des capitaux-investisseurs pour améliorer leurs capacités à ajouter de la valeur (Brander et al. (2002)), pour partager les informations sur les projets potentiels (Bygrave (1989)), pour délimiter et partager les risques (Lockett et Wright (2001)), pour améliorer la prise de décision (Lerner (1994)), pour camoufler leur performance

¹ La deuxième pratique de la coopération est l'échange de dossiers des capitaux-investisseurs entre eux.

(window-dress) (Lerner (1994)), et enfin pour établir un statut social (Podolny (2001)). Ces motifs de la syndication sont basés sur deux perspectives concurrentes : une perspective traditionnelle de nature financière et une perspective basée sur les ressources. La perspective traditionnelle développée à partir de la théorie financière voit la syndication comme un moyen de partage de risque à travers une diversification du portefeuille. Par contre, selon la perspective basée sur les ressources, la syndication est un moyen de partage des informations nécessaires pour la sélection et le management des investissements. Ces informations concernent donc l'étape qui précède la décision d'investissement aussi bien que l'étape qui suit la décision d'investissement. Une troisième perspective liée également à celle basée sur les ressources s'ajoute aux deux autres et voit la syndication comme un moyen qui permet d'assurer, d'augmenter et d'échanger les projets potentiels (« Deal flow »).

L'objectif de cet article est d'analyser théoriquement et empiriquement l'impact de la syndication sur la performance et sur la richesse des parties prenantes.

Sur un échantillon de 106 entreprises financées par capital-investissement introduites en bourse et pour la période de janvier 2000 à mars 2009, nous analysons l'implication du capital-investissement à travers la syndication sur la performance et sur la richesse des parties prenantes.

Le présent article est organisé en trois parties. La première partie présente les motifs de la syndication et l'hypothèse de recherche. La deuxième partie traite des aspects méthodologiques. L'analyse et la discussion de nos résultats font l'objet de la troisième partie.

2 Les motifs de la syndication

2.1 L'amélioration des capacités à ajouter de la valeur

Un capital-investisseur cherche à travers le co-investissement à partager l'expertise et les capacités des autres capitaux-investisseurs à ajouter de la valeur en s'impliquant d'une manière active dans les activités des entreprises de leurs portefeuilles. Et donc, la performance de l'entreprise syndiquée est améliorée grâce à la syndication. L'intervention peut prendre forme d'une participation dans le management des entreprises, dans le recrutement de l'équipe managériale, dans l'arrangement des tours futurs de financement, et d'une prise de siège dans le conseil d'administration ce qui permet de différencier ce type d'investisseurs des autres intervenants sur le marché public. Cette intervention de type *hands-on* accorde aux capitaux-investisseurs la capacité d'influencer la rentabilité prévue et le risque de leurs investissements. Ce motif est basé essentiellement sur la notion de ressource. Ce motif, selon Brander et al. (2002) est considéré comme le motif le plus dominant des autres.

2.2 Le partage d'information

Les recherches de Bygrave (1989) ont été les premières dans le domaine de la syndication des investissements du capital-investissement. Bygrave (1989) a montré effectivement que la syndication est expliquée en premier lieu par le degré d'incertitude associée avec un investissement. Et donc, le partage d'information paraît être la raison la plus

significative qui explique la syndication. Les capitaux-investisseurs échangent les informations pour évaluer les opportunités d'investissement, pour obtenir un support et une aide dans la prise de décision.

En conséquence, les capitaux-investisseurs s'organisent en réseaux avec les autres investisseurs afin d'accéder aux connaissances que les autres possèdent sur les entreprises et pour divulguer leurs connaissances que les autres ont besoin sur les entreprises.

Bygrave (1989) a examiné la structure de réseaux de syndication du capital-investissement. Les capitaux-investisseurs américains s'organisent moins souvent en groupe, et ceux qui se spécialisent dans une industrie très innovatrice et dans certains secteurs géographiques apparaissent très solidairement associés. Bygrave (1989) a montré qu'en dehors des réseaux hautement technologiques les capitaux-investisseurs ne partagent pas les informations. Bygrave (1989) a indiqué dans ces recherches sur des données américaines que la syndication est une fonction positive du désir de délimiter les risques financiers et également une fonction du besoin de partager les informations et donc de réduire les risques associés à l'incertitude.

L'échange d'information concerne également l'échange d'information sur les projets potentiels (« Deal flow »). Dans ce cas, la syndication est un moyen pour partager des informations sur des projets similaires de capitaux-investisseurs expérimentés et également pour échanger les invitations de syndication et le partage d'information sur les projets (Lerner (1994)).

2.3 Le partage du risque

Le partage du risque est primordial pour un capital-investisseur. Cette réduction du risque passe essentiellement par la diversification du portefeuille. Cependant, les projets financés par le capital-investissement sont des projets à haut risque et caractérisés par l'importance des asymétries d'information. Ceci implique un problème pour les capitaux-investisseurs car la diversification du portefeuille est rendue difficile pour eux. Pour atteindre un niveau optimal de diversification et pour minimiser le risque, les capitaux-investisseurs choisissent de syndiquer une grande majorité sinon la plupart de leurs investissements.

2.4 L'amélioration de la prise de décision

Dans le processus de prise de décision, les capitaux-investisseurs rencontrent des problèmes liés aux asymétries informationnelles et à l'incertitude. Pour l'amélioration de cette décision, ils recourent à la syndication dans les premiers stades de vie de l'entreprise financée. Si les capitaux-investisseurs co-investissent dans les premiers tours, ils sont confrontés à la décision d'investir ou non dans l'entreprise, cette décision est rendue meilleure puisque les capitaux-investisseurs se concertent entre eux et chacun analyse les critères de sélection de l'investissement (Lerner (1994)). Selon les termes de Sah et Stiglitz (1986), la sélection des investissements potentiels des capitaux-investisseurs indépendants est supérieure à celle rendue par un seul capital-investisseur. Une meilleure évaluation viendra d'une double évaluation où chacun des évaluateurs aura une influence décisionnelle absolue. La syndication diminue donc le risque de sélection des investissements. C'est un moyen de résoudre les

asymétries d'information entre les différents acteurs sur le marché du capital-investissement lors de la sélection des investissements et par conséquent elle améliore la prise de décision. La syndication reflètera des rendements supérieurs à ceux réalisés en solo. Les capitaux-investisseurs peuvent se syndiquer aussi pour exploiter des asymétries d'information et pour surestimer leur performance auprès des autres investisseurs. Une relation d'agence existe entre le capital-investisseur chef de file et les autres capitaux-investisseurs. Cette relation d'agence est caractérisée par des asymétries d'information entre ces deux parties puisque le capital-investisseur chef de file possède une information privée sur la qualité du projet et donc il va exploiter cet avantage informationnel en surestimant le propre prix de ses actions dans le tour de financement suivant quand les nouveaux investisseurs fournissent un financement supplémentaire. Le maintien de la part de détention de participations du capital-investisseur chef de file constante joue le rôle de garantie auprès des nouveaux entrants (Admati et Pfleiderer (1994)), et par conséquent les investissements dans les derniers tours doivent être syndiqués.

2.5 Le « Window-dressing »

La syndication est un moyen pour les capitaux-investisseurs de camouflage de leurs performances. Une tendance des capitaux-investisseurs est à maquiller leur portefeuille (window-dressing). Les capitaux-investisseurs sont des intermédiaires financiers qui collectent des fonds auprès de divers acteurs et les investissent dans des sociétés à fort potentiel de croissance. Pour être capable de collecter d'autres fonds, ces capitaux-investisseurs doivent démontrer une bonne performance des investissements passés. D'où, ils peuvent être tentés d'investir dans des projets qui ont déjà prouvé une bonne possibilité de sortie future et donc la réalisation du bénéfice est assurée pour les investisseurs. Ils peuvent également investir dans les derniers tours de financement d'un projet même à des prix relativement élevés afin de pouvoir s'attribuer les réussites potentielles de ces investissements. Cependant, ce motif qui explique la syndication des investissements dans les derniers tours de financement manque d'expliquer la syndication des investissements dans les premiers tours de financement.

2.6 Le statut social

Selon Podolny (2001), la syndication des investissements par les capitaux-investisseurs peut être expliquée par le besoin de ces derniers à avoir un statut social. Ils obtiennent un haut statut et gagnent de la réputation. Les capitaux-investisseurs recourent à la syndication avec les mêmes partenaires afin d'échanger les invitations réciproques pour joindre un projet : cette action est qualifiée de « réciprocité » des investissements (Lerner (1994)). La syndication permet également aux capitaux-investisseurs d'élargir l'étendue géographique de leurs investissements. Dans ce cas, ils peuvent se joindre à d'autres capitaux-investisseurs dans des régions différentes de celles d'habitude.

2.7 La syndication et la performance

Les capitaux-investisseurs peuvent solliciter d'autres capitaux-investisseurs à n'importe quel tour de financement du projet. Quand la syndication concerne le premier tour de financement, elle permet d'améliorer la décision vis-à-vis des financements ultérieurs, en d'autres termes, les capitaux-investisseurs décident s'ils continuent à investir ou non dans ce projet. Sah et Stiglitz (1986), montrent que les investissements effectués dans les organisations hiérarchisées sont supérieurs dans la mesure où ils sont décidés par plusieurs observateurs indépendants. La syndication des investissements permet un examen minutieux de chaque capital-investisseur, chacun effectue une expertise détaillée du projet. Cette syndication permet de comparer l'expertise effectuée par les capitaux-investisseurs et permet donc de diminuer les asymétries d'information liées au projet. Elle permet aussi un partage de risque puisque par le biais de la diversification.

La syndication lors des premiers tours de financement a pour objectif de réduire le risque par le partage de risque. En effet, les financements des premiers tours présentent un risque élevé lié d'une part à la nature du projet lui-même et d'autre part aux asymétries informationnelles quant à la capacité de l'entrepreneur et à ses agissements. Solliciter d'autres capitaux-investisseurs produit une information sur le risque du projet et en même temps produit une information sur la performance espérée du projet. La syndication génère des informations sur la qualité du projet et l'importance du secteur. L'expertise réalisée par le biais de la syndication est un signal de la bonne performance du projet. Le nombre de capitaux-investisseurs formant la syndication devrait également permettre d'améliorer les décisions et de bénéficier d'une expertise plus importante. Lorsque les capitaux-investisseurs détectent une entreprise qui présente un fort potentiel, ils sollicitent d'autres investisseurs pour connaître leurs critiques. Plus le nombre des capitaux-investisseurs formant la syndication est important, plus la performance du projet est meilleure.

Pour notre étude nous avons utilisé le nombre de la syndication en calculant le nombre des sociétés en capital-investissement qui forment la syndication avant l'introduction. Ainsi, à l'aide des guides sur le capital-investissement, nous avons construit une mesure de la taille de la syndication en comptabilisant le nombre de sociétés de capital-investissement sans tenir compte de leur groupe d'appartenance.

H1 : Le nombre de syndication influence positivement la performance.

3 La méthodologie

3.1 Composition de l'échantillon

Les données de cette étude seront collectées sur une période allant de janvier 2000 jusqu'à mars 2009. Nous avons construit notre échantillon initial à partir de toutes les opérations d'IPO réalisées sur les Premier, Second et Nouveau Marchés sur la période qui s'étend de janvier 2000 à décembre 2004 et réalisées sur Alternext et Euronext sur la période de janvier 2005 à mars 2009 en sélectionnant toutes les entreprises portées par des capitaux-investisseurs.

Les données de cette étude sont collectées manuellement à partir des prospectus d'introduction et des rapports d'activité des entreprises financées par capital-investissement.

Ces dernières sont des entreprises introduites à la bourse de Paris. L'étude concerne toutes les entreprises dans tous leurs stades de développement. Les données concernant les modes de gouvernance sont examinés soigneusement : caractéristiques du conseil d'administration, financement par étape, syndication, structure d'actionnariat, les caractéristiques des sociétés financées par capital-investissement et également les caractéristiques des sociétés de capital-investissement.

Notre échantillon porte uniquement sur les entreprises financées par capital-investissement. Nous identifions donc ces entreprises grâce aux brochures d'introduction en bourse stockées dans les archives de la Société de Bourse Française. L'examen de la structure de l'actionnariat pré-introduction nous permet d'identifier ce type d'entreprise. La règle est la suite : on retient une entreprise dans l'échantillon si au moins un capital-investisseur finance l'entreprise et donc se trouve dans la structure de l'actionnariat avant introduction en bourse. L'identification d'un capital-investisseur se fait à partir des trois différents guides répertoriant les capitaux-investisseurs français et étrangers.

Les guides qui répertorient les capitaux-investisseurs sont les suivants :

- « Capital-Investissement : le guide annuaire des professionnels du haut de bilan »,
- « Le Guide des Sociétés de Capital-Investissement »,
- « Le Guide de l'Association Française des Investisseurs en Capital ».

Ces guides nous ont permis de recenser tous les intervenants du marché. Après sélection, nous avons obtenus 106 entreprises financées par capital-investissement introduites en bourse durant la période janvier 2000 à mars 2009.

3.2 Définition et opérationnalisation des variables

1.1.1 3.2.1 Variables dépendantes

Les variables dépendantes portent sur la performance des firmes (Y_i) et la richesse des parties prenantes (Q_i). Les indicateurs de performance sont la rentabilité des capitaux propres (ROE), et la rentabilité de l'investissement (ROI), le Q de Tobin et la Valeur Marchande Ajoutée (VMA). Dans une perspective partenariale, nous avons également étudié la répartition de la valeur ajoutée seulement entre actionnaires (PARACT) et salariés (PARS) au moment de l'introduction.

3.2.2 Variables indépendantes

La syndication: (SYNDI) variable quantitative mesurée par le nombre des sociétés de capitaux-investissements formant la syndication.

1.1.2 3.2.3 Variables de contrôle

Nous retenons les variables de contrôle suivantes :

L'âge de l'entreprise: (AGE) variable quantitative mesurée par la différence entre date d'introduction en bourse et date de création de l'entreprise.

La taille de l'entreprise: (TAILLE) variable quantitative mesurée par le logarithme du total actif comptable.

L'endettement: (ENDET) variable quantitative mesurée par le levier financier (ratio d'endettement) soit le total des dettes divisé par le total des actifs.

Secteur d'activité : (SECTOR) variable qualitative indiquant le secteur d'activité de chaque entreprise. Elle prend la valeur 1 si l'entreprise appartient au secteur des dot-com et 0 autrement.

3.3 Spécification des modèles

Pour répondre à notre objectif lié à ce chapitre, nous proposons d'estimer trois catégories de régressions:

$$Y_i = \gamma_0 + \gamma_1 SYNDI_i + \gamma_2 AGE_i + \gamma_3 SECTOR_i + \gamma_4 TAILLE_i + \gamma_5 ENDET_i + \varepsilon_i \quad (1.1)$$

$$Q_i = \delta_0 + \delta_1 SYNDI_i + \delta_2 AGE_i + \delta_3 SECTOR_i + \delta_4 TAILLE_i + \delta_5 ENDET_i + \varepsilon_i \quad (1.2)$$

Avec :

Y_i : la performance mesurée par ROE, ROI, QT et MVA

Q_i : la richesse des parties prenantes mesurée par PARACT et PARS

γ_0 γ_5 : les coefficients des estimations

δ_0 δ_5 : les coefficients des estimations

ε_i : le résidu de la régression

i : 1.....n et n=106 entreprises

4 Impact de la syndication sur la performance et la richesse des parties prenantes

4.1 Statistiques descriptives

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives concernant les variables retenues dans cette première analyse. La variable explicative est la syndication. Les variables de contrôle sont identiques aux études précédentes sur l'influence des mécanismes internes de gouvernance sur la performance : l'âge de l'entreprise, la taille de l'entreprise, le secteur d'activité et l'endettement.

Tableau 1: Statistiques descriptives

| | SYNDI |
|--------------|--------------|
| Moyenne | 2.924528 |
| Médiane | 2.000000 |
| Maximum | 9.000000 |
| Minimum | 1.000000 |
| Ecart-type | 1.727636 |
| Observations | 106 |

Les statistiques descriptives fournies dans le tableau 1 montrent qu'en moyenne une entreprise est financée par 3 sociétés de capital-investissement. La médiane tourne autour de 2 sociétés de capital-investissement et le nombre de syndication varie entre 1 et 9.

4.2 La matrice de corrélation

L'examen des coefficients de corrélation contenus dans le tableau 2 montre qu'aucune corrélation critique ne peut être relevée à partir de ce tableau. Nous appliquons donc les régressions multivariées sur nos modèles sans craindre l'existence d'un problème sérieux de multicolinéarité entre les variables exogènes incluses.

Tableau 2 : Matrice de corrélation

| | SYNDI | AGE | SECTOR | TAILLE | ENDET |
|---------------|--------------|------------|---------------|---------------|--------------|
| SYNDI | 1 | | | | |
| AGE | -0.195438 | 1 | | | |
| SECTOR | -0.056210 | -0.122740 | 1 | | |
| TAILLE | 0.073711 | -0.144797 | -0.128329 | 1 | |
| ENDET | -0.131379 | 0.290542 | -0.155005 | 0.149515 | 1 |

4.3 Résultats de l'analyse empirique

Le tableau 3 permet d'étudier l'effet de la syndication sur la performance. Le tableau 4 permet d'étudier l'impact de la syndication sur la répartition de la valeur.

Nous analysons l'impact de la syndication sur la performance (équation 1.1) avec les quatre modèles linéaires (chaque modèle linéaire utilise une mesure de la performance : modèle 1 utilise le ROE, modèle 2 utilise le ROI, modèle 3 utilise le QT et le modèle 4 utilise la VMA) et sur la répartition de la valeur (équation 1.2) avec les deux derniers modèles

linéaires (chaque modèle utilise une mesure de la répartition de la valeur : modèle 1 utilise la PARACT et le modèle 2 utilise la PARS). Pour l'impact de la syndication sur la performance, le seul modèle globalement significatif est celui qui mesure l'impact de la syndication sur le Q de tobin.

L'examen de l'impact de la syndication sur la performance montre un effet négatif pour les modèles 1 et 3. C'est un résultat contradictoire à la théorie qui stipule que la syndication comme mécanisme de contrôle spécifique au capital-investissement permet le partage de risque, d'améliorer les décisions stratégiques et par conséquent contribue à améliorer la performance des investissements. L'impact positif de la syndication est vérifié si la performance est mesurée par le ROI et VMA. Cependant, tous les coefficients sont non significatifs pour les quatre modèles estimés, ce qui ne nous permet pas de tirer des conclusions sur la validation ou non de notre hypothèse 1.

L'âge de l'entreprise semble avoir un effet positif sur la performance pour les trois dernières mesures de performance, et négatif pour le ROE mais les résultats sont non significatifs. Le secteur d'activité influence négativement la performance mesurée par le ROE et le Q de tobin. Par contre, il a un impact positif si la performance est mesurée par le ROI et le MVA. Aucun des coefficients estimés n'est significatif ni à 1%, 5% et 10%. La taille de l'entreprise a un impact négatif sur le ROE, Q tobin et VMA mais cet impact n'est significatif que pour le Q tobin. Par contre, l'impact sur le ROI est positif est non significatif. L'endettement comme variable de contrôle influence négativement la performance mesurée par le ROE et positivement la performance mesurée par le ROI, Q tobin et MVA. Mais les coefficients estimés sont non significatifs.

Tableau 3 : Impact de la syndication sur la performance

| Equation 1.1 | | | | |
|-----------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------------------|--------------------------|
| | ROE | ROI | Qtobin | VMA |
| SYNDI | -9.059175 (-1.528058) | 4.297526 (1.463842) | -5.068933 (-0.333853) | 21109.77 (0.341172) |
| AGE | -0.002697 (-0.917378) | 0.001311 (0.900756) | 0.001652 (0.219359) | 3.465473 (0.112939) |
| SECTOR | -25.60730 (-1.143880) | 12.26276 (1.106189) | -6.821603 (-0.118985) | 247576.9 (1.059657) |
| TAILLE | -7.223978 (-0.531555) | 3.757489 (0.558334) | -166.8020*** (-4.792487) | -162961.1 (-1.148933) |
| ENDET | -56.98527 (-1.356188) | 27.20056 (1.307254) | 134.9968 (1.254494) | 367422.8 (0.837842) |
| R² | 0.056029 | 0.052910 | 0.204881 | 0.030522 |
| R² ajusté | 0.008831 | 0.005555 | 0.165125 | -0.017952 |
| F | 1.187097 | 1.117316 | 5.153461*** | 0.629655 |

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. *, **, *** correspondent à la significativité du paramètre au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.

De même, pour l'implication de la syndication sur la répartition de la valeur, la syndication ne permet pas d'expliquer ce qui pourrait influencer la richesse des actionnaires et des salariés car les coefficients sont non significatifs pour les deux modèles.

Les quatre variables de contrôle ont des coefficients non significatifs sur la répartition de la valeur pour les actionnaires et les salariés.

A partir de ce dernier tableau, on ne peut pas tirer des conclusions de ce qui pourrait expliquer la répartition de la valeur.

Tableau 4 : Impact de la syndication sur la répartition de la valeur

| Equation 1.2 | | |
|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | PARACT | PARS |
| SYNDI | -0.282735 (-1.078166) | 0.155956 (0.874880) |
| AGE | -0.000101 (-0.779886) | 1.16E-05 (0.131744) |
| SECTOR | -0.774182 (-0.781834) | 0.446552 (0.663413) |
| TAILLE | -0.488411 (-0.812480) | -0.123451 (-0.302107) |
| ENDET | -2.374478 (-1.277558) | -0.052049 (-0.041197) |
| R² | 0.044066 | 0.012834 |
| R² ajusté | -0.003730 | -0.036524 |
| F | 0.921956 | 0.260017 |

5 Conclusion

Nous avons étudié l'impact de la syndication sur la performance et sur la richesse des parties prenantes. Notre hypothèse 1 stipule que la syndication a un effet positif sur la performance. Cependant, dans aucun modèle nous avons trouvé un impact significatif sur la performance. D'autant plus, nous n'avons qu'un seul modèle globalement significatif, c'est

celui qui utilise le Q de Tobin. La seule variable significative est la taille de l'entreprise qui a un coefficient négatif. Aucune variable n'est significative dans les deux modèles de répartition de la valeur. Nous ne pouvons pas valider notre hypothèse 1.

6 Bibliographie

- Admati A., and P. Pfleiderer, 1994**, Robust financial contracting and the role for venture capitalists, *Journal of Finance*, 49(2), 371-402.
- Agrawal A., and C.R. Knoeber, 1996**, Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-416.
- Amit R., L. Glosten, and E. Muller, 1990b**, Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing, *Management Science*, 36(10), 1232-1245.
- Audretsch D.B., and E. Lehmann, 2004**, Financing High-Tech Growth: The Role of Debt and Equity, *Schmalenbach Business Review*, 56(4), 340-357.
- Bachher J.S., 2000**, Venture capitalists' investment criteria in technology-based new ventures, doctoral dissertation, University of Waterloo.
- Berglöf E., 1994**, A control theory of venture capital finance, *Journal of Law, Economics, and Organization*, 10(2), 247-267.
- Bergmann D., and U. Hege, 1998**, Venture capital financing, moral hazard, and learning, *Journal of Banking & Finance* 22(6-8), 703-735.
- Brander J.A., R. Amit and W. Antweiler, 2002**. Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis, *Journal of Economic and Managerial Strategy*, 11(3), 423-452.
- Brennan M.J., and A. Kraus, 1987**, Efficient financing under asymmetric information, *Journal of Finance*, 42(5), 1225-1243.
- Bygrave WD., 1989**, Early Rates of Return of 131 Venture Capital Funds Started 1978-1984, *Journal of Business Venturing*, 4(2), 93-105.
- Casamatta C., 2003**. Financing and advertising: optimal financial contracts with venture capitalists, *Journal of Finance*, 58(5), 2059-2086.
- Charreaux G., 1997**, *Le gouvernement des entreprises; corporate governance, théories et faits*, *Economica*, Paris.
- Charreaux G., 2002**, Au-delà de l'approche juridico-financière: le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance, *Cahiers du FARGO*, Latec, Université de Bourgogne.
- Charreaux G., 1994**, Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise, Chapitre 5 de l'ouvrage le gouvernement des entreprises, *Economica*, Paris.
- Cumming D., G. Fleming and J.A. Suchard, 2005**, Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns, *Journal of Banking and Finance*, 29(2), 295-331.
- Cumming D.J., 2002**. Contracts and exits in venture capital finance, *Working paper*, University of Alberta.
- Daily C.M., and D.R. Dalton, 1992**, The relationship between Governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms, *Journal of Business Venturing*, 7(5), 375-386.
- Filatotchev I., M. Wright, and M. Arberk, 2006**, Venture Capitalists, Syndication and Governance of Initial Public Offerings, *Small Business Economics*, 26(4), 337-350.

- Forbes D.P., M.A. Korsgaard and H.J. Sapienza, 2009**, Financing decisions as a source of conflict in venture boards, *Journal of Business Venturing*, In Press, Corrected Proof, Available online.
- Fried V., and R. Hisrich, 1994**, Toward a Model of Venture capital investment decision making, *Financial management*, 23(3), 28-37.
- Fried V., G. Bruton and R. Hisrich, 1998**, Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms, *Journal of Business Venturing*, 13(6), 493-503.
- Gabrie H. et J-L. Jacquier, 1994**, La théorie moderne de l'entreprise, *Economica*.
- Gabrielsson J., and M. Huse, 2002**, The venture capitalist and the board of directors in SMEs: Roles and Processes, *Venture Capital*, 4(2), 125-146.
- Garmaise M., 2000**, Informed investors and the financing of entrepreneurial projects, *Working paper*, University of Chicago Graduate School of Business.
- Gompers P.A., 1995**, Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489.
- Gompers P.A., and J. Lerner, 1999a**, *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press: Cambridge, MA.
- Gorman M., and W.A. Sahlman, 1989**, What Do Venture Capitalists Do?, *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-248.
- Green R., 1984**, Investment incentives, debt, and warrants, *Journal of Financial Economics*, 13(1), 115-136.
- Grossman S., and O. Hart, 1986**, The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral Integration, *Journal of Political Economy*, 94(4), 691-719.
- Gupta J.P., A. Chevalier and S. Dutta, 2003**, Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms in an emerging market context, *European Journal of Operational Research*, numéro spécial, automne.
- Hellmann T., and M. Puri, 2000**, The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, *Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- Jahmani Y., and M. Ansari, 2006**, Managerial ownership, risk, and corporate performance, *International Journal of Commerce & Management*, 16(2), 86-94.
- Kannianen V., and C. Keuschnigg, 2004**, Start-up investment with scarce venture capital support, *Journal of Banking and Finance*, 28(8), 1935-1959.
- Kaplan S.N., and P. Stromberg, 2000**, How do venture capitalists choose and manage their investments?, *Working paper*, University of Chicago.
- Kaplan S.N., and P. Stromberg, 2001**, Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 91(2), 426-430.
- Kaplan S.N., and P. Stromberg, 2003**, Financial contracting theory meets the real world: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, *Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
- Keuschnigg C., and S.B. Nielsen, 2003a**, Tax policy, venture capital and entrepreneurship, *Journal of Public Economics*, 87(1), 175-203.
- Keuschnigg C., and S.B. Nielsen, 2003b**, Taxes and venture capital support, *Review of Finance*, 7(3), 515-539.
- Leland H., and D. Pyle, 1977**, Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Lennox C., 2005**, Management ownership and audit firm size, *Contemporary Accounting Research*, 22(1), 205-227.
- Lerner J., 1994**, The syndication of venture capital investments, *Financial Management*, 23(3), 16-27.

- Lerner J., 1995**, Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms, *Journal of Finance*, 50(1), 301-318.
- Lerner J., 1999**, The government as a venture capitalist: the long-run effects of the SBIR program, *Journal of Business*, 72(3), 285-318.
- Lerner J., 2002**, When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective public venture capital programmes, *Economic Journal*, 112(477), 73-84.
- Lerner J., and A. Schoar, 2005**, Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity, *Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.
- Li Y., 2008**, Duration analysis of venture capital staging: A real options perspective, *Journal of Business Venturing*, 23(5), 497-512.
- Lipton M., and J. Lorsch, 1992**, A Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer*, 48(3), 59-77.
- Lockett A., and M. Wright, 2001**, The syndication of venture capital investments, *Omega: International Journal of Management Sciences*, 29(5), 375-390.
- Lockett A., and M. Wright, 2003**, The structure and management of alliances: syndication in the venture capital industry, *Journal of Management Studies*, 40(8), 2073-2104.
- MacMillan I.C., D.M. Kulow and R. Khoylian, 1988**, Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance, *Journal of Business Venturing*, 4(1), 27-47.
- Macmillan I.C., R. Siegel, and P. Subba Narasimha, 1985**, Criteria used by Venture capitalists to Evaluate New Venture Proposals, *Journal of Business Venturing*, 1(1), 119-128.
- Manigart S., A. Lockett, M. Meuleman, M. Wright, H. Landström, H. Bruining, P. Desbrières and U. Hommel, 2006**, Venture Capitalists' decision to syndicate, *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 30(2), 131-154.
- Podolny Joel M., 2001**, Networks as the Pipes and Prisms of the Market, *American Journal of Sociology*, 107(1), 33-60.
- Pouget J. et Stephany E., 2002**, Gouvernance de la relation capital risqueur-entrepreneur, Actes du 6ème Congrès International Francophone sur la PME, HEC Montréal.
- Puri M., and R. Zarutskie, 2006**, Venture Capital Financing in Young Firms. www.ces.census.gov/index.php/ces/1.00/seminarslist?down_key=172&down_val=paper
- Quigg L., 1993**, Empirical Testing of Real Option-Pricing Models, *Journal of Finance*, 48(2), 621-640.
- Rah J., K. Jung and J. Lee, 1994**, Validation of the venture evaluation model in Korea, *Journal of Business Venturing*, 9(6), 509-524.
- Rajan R.G., 1992**, Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's length debt, *Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.
- Ravid S.A., and M. Spiegel, 1997**, Optimal Financial Contracts For A Start Up With Unlimited Operating Discretion, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 32(3), 269-286.
- Repullo R., and J. Suarez, 1999**, Venture Capital Finance: A Security Design Approach, *Working paper*, N°9804 du CEMFI.
- Rivaud-Danset D., et A. Vignes, 2005**, Candide, le capital-investissement et ses deux marchés, *Working Papers* ERMES 0405, ERMES, University Paris 2.
- Riding A.L., 1998**, Financement des entreprises de pointe : enjeux d'ordre juridique et réglementaire, Document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien. www.fin.gc.ca/taskforce/research/pdf/rr9_f.pdf
- Robinson R.R., 1987**, Emerging strategies in the venture capital industry, *Journal of Business Venturing*, 2(1), 53-77.

- Rosenstein J., 1988**, The board and strategy: Venture capital and high technology, *Journal of Business Venturing*, 3(2), 159-170.
- Rosenstein J., V. Bruno, W.D. Bygrave and N.T. Taylor, 1993**, The CEO, Venture Capitalists, and the Board, *Journal of Business Venturing*, 8(2), 99-113.
- Ross S.A., 1977**, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Ruhnka JC., and JE. Young, 1987**, A Venture Capital Model of the Development Process for New Ventures, *Journal of Business Venturing*, 2(2), 167-184.
- Ruhnka JC., and JE. Young, 1991**, Some Hypotheses about Risk in Venture Capital Investing, *Journal of Business Venturing*, 6(2), 115-133.
- Ruhnka JC., HD. Feldman, TJ. Dean, 1992**, The "Living Dead" Phenomenon in Venture Capital Investments, *Journal of Business Venturing*, 7(2), 137-155.
- Sagari S.B., and G. Guidotti, 1991**, Venture capital operations and their role in less developed markets, The World Bank, *Working paper* WPS540.
- Sah R.K., and E. Stiglitz Joseph, 1986**, The Architecture of Economic Systems: Hierarchies and Polyarchies, *American Economic Review*, American Economic Association, 76(4), 716-27.
- Sahlman W.A., 1990**, The structure and governance of venture capital organizations, *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- Sapienza H.J., 1992**, When Do Venture Capitalists Add Value?, *Journal of Business Venturing*, 7(1), 9-27.
- Sapienza H.J. and A.K. Gupta, 1994**, Impact of Agency Risks and Task uncertainty on Venture Capitalist-CEO interaction, *Academy of Management journal*, 37(6), 1618-1632.
- Schwienbacher A., 2002**, Venture capital exits in Europe and the United States, *Working paper*, University of Amsterdam.
- Shepherd D.A., and A. Zacharakis, 2001**, The Nature of Information and Venture Capitalists' Overconfidence, *Journal of Business Venturing*, 16(4), 311-332.
- Trester J.J., 1998**, Venture capital contracting under asymmetric information, *Journal of Banking and Finance*, 22(6/8), 675-699.
- Wilson R., 1968**, The theory of syndicates, *Econometrica*, 36(1), 119-132.
- Woidtke T., 2002**, Agents watching agents? : evidence from pension fund ownership and firm value, *Journal of Financial Economics*, 63(1), 99-131.
- Wright M., and K. Robbie, 1998**, Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis, *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5/6), 521-570.
- Zider B., 1998**, How venture capital works, *Harvard Business Review*, 76(6), 131-139.